



Conjuntura internacional e o mercado de seguros

PEDRO CARVALHO DE MELLO

Durante cerca de dez anos o mundo assistiu ao bom momento pelo qual estavam passando o Brasil e o restante da América Latina. Nosso país era visto com admiração e tínhamos grande entrada de capitais. Sabíamos, no entanto, que um dia o tempo das “vacas gordas” iria acabar. Isso de fato aconteceu, pois o mundo mudou e apareceram muitos sinais adversos para a economia brasileira.

Durante os anos da bonança, foram apresentadas inúmeras recomendações para que o Brasil aproveitasse o bom momento e realizasse reformas, investimentos em infraestrutura, ajustes fiscais e controles seletivos na entrada de capitais.

Infelizmente, muito pouco foi efetivamente feito. Como previsto, a situação econômica global mudou, a economia norte-americana está se recuperando da crise do *subprime*, a Europa já começa a sair dos piores momentos dos seus desequilíbrios financeiros e o mundo dos negócios dá sinais crescentes de que o “namoro” com a América Latina esfriou. A isso se acrescenta o quadro de desaceleração e mudança de objetivos estratégicos da economia chinesa.

Vai começar, portanto, o tempo das “vacas magras” e do temido ajuste do “dragão chinês”.

O Brasil está preparado para essa nova situação? Quais são as características, problemas, desafios e riscos desse novo ambiente econômico?

Vamos comentar neste artigo os dois mais importantes elementos de risco por nós identificados,

que podem influir no mercado e na indústria de seguros no Brasil: primeiro, as implicações para o Brasil decorrentes do “*tapering*” (normalização e aumento das taxas de juros) das compras de *bonds* pelo US Federal Reserve e, segundo, o impacto da desaceleração do crescimento econômico da China, cujas implicações podem piorar o ambiente externo para a região¹.

AS IMPLICAÇÕES PARA O BRASIL DECORRENTES DO “TAPERING”

Na década passada, o Brasil desfrutou de um extenso período de prosperidade econômica, caracterizado por baixas taxas internacionais de juros, ampla liquidez global e altos preços de *commodities* e de relações de intercâmbio.

Todavia, os desenvolvimentos recentes na economia mundial, assim como no próprio país, estão alterando esse quadro. O novo ambiente irá criar desafios e riscos significativos para a condução de políticas econômicas na região, não obstante o aumento previsto para os próximos anos do crescimento econômico global.

¹ O presente artigo se baseia nas duas últimas reuniões de trabalho da Claaf, em Washington D.C., realizadas em novembro de 2013 e junho de 2014. Costumemente, o Claaf – da qual sou membro fundador – elabora Declarações sobre os temas discutidos, que nos dois últimos encontros foram respectivamente o “*tapering*” e a desaceleração da China. A íntegra das Declarações se encontra em www.claaf.org, e em dois artigos que escrevi para a publicação “*Estudos e Negócios – Revista de Administração da ESAGS*”.

A economia norte-americana está se recuperando da crise do subprime, a Europa já começa a sair dos piores momentos dos seus desequilíbrios financeiros e o mundo dos negócios dá sinais crescentes de que o “namoro” com a América Latina esfriou.

O mercado financeiro internacional denomina de “*tapering*” a normalização e aumento das taxas de juros das compras de *bonds* pelo US Federal Reserve. O US Federal Reserve, desde 22 de maio de 2013, emite periódicos sinais de que está cogitando reduzir significativamente a compra de títulos. Isso já provocou uma importante mudança das percepções na área financeira quanto aos mercados emergentes.

Os indicadores de risco subiram marcadamente na maior parte das economias emergentes, assim como declinaram os fluxos líquidos de capital para esses mercados. Na América Latina, as taxas domésticas de juros referentes a títulos públicos de longo prazo aumentaram de 150 a 200 pontos, incluindo Colômbia, México e Peru. O aumento de outras medidas de risco, tais como *Credit Default Swaps* (CDS), foi moderado. A reação das taxas domésticas de juros reflete, em parte, a expectativa de depreciação da moeda.

A reavaliação de riscos, feita no mercado internacional, está afetando os fluxos de capital para as maiores economias emergentes, tais como Brasil, Índia, Indonésia, África do Sul e Turquia. A totalidade das classes de ativos dos mercados emergentes pode ser classificada, no futuro, e de maneira significativa, como sendo de risco maior.

Tal evento seria provavelmente seguido por sistêmicas saídas líquidas de capital. Nesse contexto, a combinação de valores de ativos depreciados com uma incipiente recuperação na Europa e

nos Estados Unidos pode contribuir para uma realocação global de investidores em detrimento dos mercados emergentes.

Desse modo, existe a crescente preocupação de que a atividade econômica e o investimento possam desacelerar ainda mais no Brasil.

Nesse novo ambiente “*pós-tapering*”, o primeiro risco importante está associado a uma marcante deterioração das contas de transações correntes. O Brasil, nos últimos anos, mudou de um contexto de superávits para outro de crescentes déficits de transações correntes, na ordem de 4% a 6% do PIB. A existência de grandes déficits se constitui num dos melhores precursores de paradas súbitas (“*sudden stops*”) e de crises financeiras.

A deterioração dos balanços de transações correntes no Brasil foi também bastante turbinada pela apreciação das taxas reais de câmbio, por sua vez causada pelas políticas monetárias altamente expansionistas seguidas nos anos recentes pelas economias avançadas. Por exemplo, enquanto o PIB do Brasil, medido em US dólares, cresceu mais de quatro vezes entre 2003 e 2014, o PIB em preços correntes cresceu apenas 45% no mesmo período. Por outro lado, a política fiscal seguida pelo país não foi capaz de reverter a deterioração dos balanços em transações correntes.

O segundo risco importante está associado com a possibilidade de ocorrer um substancial arrefecimento do crescimento econômico, o qual provavelmente causará aumento de desemprego, menores



receitas fiscais, distúrbios sociais e instabilidade institucional. Em nosso país, o período de bonança foi associado com rápido crescimento dos salários reais. Esses aumentos, porém, não se derivaram de uma alta na produtividade, devido à ausência de reformas estruturais no lado da oferta.

A terceira maior fonte de risco decorre do fato de que a economia brasileira, ao vivenciar um extenso período de vigência de taxas de juros significativamente baixas, pode ter criado uma precificação distorcida de risco no sistema bancário. Tal distorção pode ser causada, em parte, pela superavaliação de ativos e, especialmente, por colaterais bancários gerados por essas taxas de juros extraordinariamente baixas. Um efeito adicional da existência de ampla liquidez e de taxas mundiais de juros extremamente



baixas refletiu-se na rápida expansão das dívidas externas privadas.

A quarta fonte de preocupação (e de risco) é que a própria resposta da política econômica pode contribuir para desestabilizar ainda mais a situação. Por exemplo, diante da presença de inflexibilidade de salários e de crescente desemprego, os “*policymakers*” podem estar tentados a se apoiar numa política fiscal excessivamente expansionista. Muito embora a utilização de estímulos fiscais faça parte da visão convencional de política econômica adotada pelas economias avançadas durante a recente crise global, tal resposta pode ser muito arriscada para a economia brasileira, já que o acesso ao financiamento externo pode estar secando, e as receitas fiscais, caindo diante de um cenário de parada súbita (“*sudden stop*”).

AS MUDANÇAS NAS PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO DA CHINA

O boom de preços de *commodities* pode ser visto como representando um ganho transitório. No entanto, sem inovações e sem reformas que aumentem a produtividade (e, mais importante, melhorias educacionais), os estímulos ao crescimento eventualmente desaparecem. Caso, no entanto, se perceba como sendo permanente o cenário de preços crescentes de *commodities*, as poupanças irão cair, à medida que a demanda agregada for aumentando.

A desaceleração do crescimento e o declínio de investimentos da China podem redundar em efeitos reais significativos na economia brasileira. Os analistas atribuem o boom passado de preços das *commodities* como sendo principalmente derivado do rápido aumento da demanda por parte de países emergentes e, principalmente, da China e da Índia.

Desde a eclosão da crise financeira global de 2007/2008, o crescimento econômico da China evoluiu de uma estratégia baseada na exportação de produtos primários para outra de progressivo investimento na economia. Como resultado, o investimento nesse país aumentou e já alcança 50% do PIB.

Muito embora haja uma alta taxa de investimento, existem várias razões importantes para explicar por que a China possa estar enfrentando uma significativa desaceleração do crescimento.

Primeiro, a qualidade do investimento é desigual, pois conduziu

a um excesso de capacidade no setor imobiliário e a uma enxurrada de gastos dos governos locais em projetos ambiciosos, porém de baixa produtividade. Ademais, a qualidade declinante dos projetos, conjugada com um significativo endividamento de empresas do setor corporativo e de governos locais, provavelmente vai resultar em menores coeficientes de investimento e redução do potencial de crescimento.

Segundo, o rápido aumento do investimento chinês está associado com um igualmente rápido majoramento do crédito doméstico. O financiamento social total foi de seu patamar de cerca de 120% do PIB em 2008 para mais de 200% em 2014. Muito embora uma porção significativa da expansão de crédito tenha se dado por meio do sistema bancário regulado, está existindo uma crescente canalização do crédito por meio de “*trusts*” e outros veículos não regulados. Esses últimos são chamados de “*shadow banking*”. Estima-se que os ativos no “*shadow banking system*” representem atualmente 30% dos ativos do sistema bancário tradicional. A combinação de um rápido “*boom*” de crédito e sua utilização para investimentos de baixa produtividade agravou a fragilidade do sistema financeiro na China.

No lado do passivo, a presença de tetos para as taxas de juros pagas pelos bancos estimulou a expansão de instituições financeiras não reguladas. Numa tentativa de aumentar a competição no sistema financeiro e de reduzir o crescimento no “*shadow banking*”, as autoridades chinesas estão

A percepção internacional é a de que

começaram a se manifestar no país um conjunto de fraquezas fundamentais.

considerando instituir uma redução desses tetos nas taxas de juros de depósitos; as taxas de empréstimo foram liberalizadas em 2013. Deve-se considerar, no entanto, que um aumento nos custos de financiamento pode resultar numa maior deterioração dos demonstrativos do setor financeiro.

Acredita-se que as atuais fragilidades financeiras possam resultar numa rápida contração de novos empréstimos, contribuindo para a desaceleração do crescimento do PIB na China. A contração pode estar ocorrendo num momento em que as autoridades chinesas estão apertando as regulamentações, como tentativa de conter a expansão do “*shadow banking*”. Ademais, caso a solução para lidar com as fragilidades financeiras se estenda demasiadamente no tempo, o cenário de menor crescimento econômico pode se tornar persistente.

Um cenário que demonstre haver significativa desaceleração do crescimento econômico da China traz importantes implicações para o Brasil, devido a quatro importantes canais de transmissão.

Primeiro, por via do comportamento dos preços das *commodities*. Nosso país, historicamente, tem sido um importante exportador líquido de *commodities* primárias. Em 2012, para exemplificar, a soma de exportações agrícolas, minerais e de petróleo representou 62% das exportações totais do Brasil. O papel da China como importadora de *commodities* primárias acentuou-se na década passada, exercendo pressão altista nos preços inter-

nacionais, e isso implicou uma melhoria substancial dos termos de intercâmbio para o Brasil.

A amplitude de um choque adverso decorrente da desaceleração chinesa irá depender de um número de fatores. Por exemplo: o grau de abertura e de dependência do comércio internacional, a composição da pauta das exportações e a sensibilidade dos preços das *commodities* com respeito às mudanças no crescimento econômico da China. Qualquer que seja o resultado específico do impacto geral desses fatores, a desaceleração e a busca de um novo balanço nesse país irão criar desafios fiscais e de política de investimentos. O grande volume de influxos de capital para o Brasil tem sido fruto tanto do “*commodity boom*” e da alta liquidez global quanto, a partir de 2008, das baixas perspectivas de crescimento dos países industrializados. Um enfraquecimento adicional em termos de comércio pode, por si mesmo, conduzir a uma redução ou reversão dos fluxos de capital e a um aumento dos custos de empréstimos.

O segundo canal de transmissão vai decorrer de uma possível reavaliação do risco nos mercados emergentes, para os quais, fora da Europa do Leste, a década de 2004-2013 foi relativamente livre de crise. No quadro geral, não obstante a aguda interrupção associada com a crise do *subprime* e seus desdobramentos globais durante 2008-2009, os mercados emergentes, vistos como um “*asset class*”, foram reavaliados (em relação à década de crises financeiras vividas entre 1994 e 2003) com base

em seus fundamentos econômicos relativamente robustos *vis-à-vis* às economias avançadas, carregadas de dívidas. Os fatores externos, notavelmente as taxas de juros baixas e declinantes nos Estados Unidos e em outras economias de patamares equivalentes, os elevados preços das *commodities* e o robusto crescimento chinês favoreceram grandemente os mercados emergentes, numa época na qual os “*credit ratings*” nas economias avançadas (especialmente nos países periféricos Europeus) estavam caindo, ficando, em alguns casos, abaixo do “*investment grade*”.

Em começos de 2013, após uma das mais prolongadas bonanças de influxo de capitais registradas na história, ressurgiram sinais de vulnerabilidade em diversos países de economias emergentes. O Brasil foi classificado como um dos “*Fragile Five*”, juntamente com Índia, Indonésia, África do Sul e Turquia. A percepção internacional é a de que começaram a se manifestar no país um conjunto de fraquezas fundamentais que incluem, em graus variados, os seguintes elementos: reaparecimento de déficits em conta corrente, *booms* de crédito direcionados para incentivar o consumo doméstico, a sobreavaliação do câmbio e as bolhas de preços no mercado imobiliário. O crescimento começou a esmorecer e, em alguns casos, a inflação reapareceu como motivo de preocupação.

O terceiro canal de transmissão vai depender do comportamento do investimento estrangeiro direto feito pela China. Nos anos mais atuais, esse investimento aumentou substancialmente no



Brasil, e adicionou um elemento de crescimento para nossa economia. Os incentivos chineses se concentraram principalmente na agricultura, energia e mineração e, num segundo plano, em telecomunicações, automóveis e ferrovias. Ainda mais recentemente, tais incentivos começaram a serem feitos no setor bancário, por meio da compra pelo ICBC e CCBC de bancos de tamanho médio. Num ambiente de incerteza sobre as perspectivas de crescimento econômico da China, não fica claro qual será a evolução futura de tais investimentos.

Finalmente, o quarto canal de transmissão está relacionado com os vínculos financeiros com os bancos chineses. Embora ainda pequenos, podem vir a aumentar no futuro e a trazer riscos. Esse cenário, inclusive, se aplica caso haja uma natural evolução para se estabelecer laços de colaboração e investimentos entre os mercados seguradores da China e do Brasil, pois são cada vez mais estreitos os canais de integração entre bancos e seguradoras.

Com efeito, os bancos chineses entraram recentemente nos mercados financeiros da América Latina. Até o momento, o tamanho dos investimentos é relativamente pequeno, mas se espera que a presença desses bancos na região vá se expandir no futuro. Essa influência é provavelmente um desenvolvimento positivo para o Brasil em relação a prover finanças para o comércio exterior, desse modo dando suporte ao crescimento dos fluxos de comércio entre nós e a China.

Ademais, ter os bancos chineses na região pode aumentar o financiamento e dar suporte (de *hedge* de câmbio e do risco político) para o crescente papel das suas empresas no Brasil. As autoridades reguladoras, no entanto, devem se conscientizar dos potenciais efeitos contagiantes das fragilidades financeiras da China, embora a presença atual dessas instituições esteja muito limitada em tamanho. A falta de convertibilidade do renmimbi (moeda chinesa) restringe significativamente a importância desse canal.



Muito embora as condições econômicas tenham se tornado mais adversas para o Brasil, não podemos nos esquecer de que as perspectivas de longo prazo são muito boas para que haja crescimento econômico sustentável.

DESAFIOS DE POLÍTICA

Podemos assinalar quatro áreas em que os *policymakers* precisam tomar uma atitude proativa, em antecipação às mudanças nas condições econômicas, tal como acima identificado.

A primeira área diz respeito à necessidade de identificar as fontes e de avaliar a magnitude dos passivos ocultos na economia, principalmente no âmbito das finanças e dos seguros, tal como exemplificados nos estudos e relatórios do BIS.

A segunda área se relaciona à avaliação da adequação das reservas internacionais em face do novo ambiente. Como bem conhecido, as reservas internacionais se constituem num poderoso instrumento que as economias emergentes podem usar para reduzir suas vulnerabilidades frente a súbitas interrupções nos fluxos de capitais. Existe, todavia, uma contínua discussão nos círculos acadêmicos e políticos sobre a adequação do grau de acúmulo das reservas internacionais, sobre se o mesmo

está sendo excessivo ou não. Nesse debate se encontram pontos de vista favoráveis para os dois lados da questão. Nossa opinião a esse respeito é a seguinte: em relação aos estoques existentes no momento, o nível “desejado” de reservas internacionais aumentou, tendo em vista os acontecimentos recentes sobre a deterioração das balanças de transações correntes do país.

A terceira área se liga aos efeitos reais de uma parada súbita (“*sudden stop*”) nos fluxos de entrada de capitais. O Brasil pode ter que enfrentar um importante *trade-off* entre nível de emprego e grau de desigualdade na distribuição de renda, ao decidir o tipo de política monetária a ser adotado. À medida que a economia for se ajustando ao “*sudden stop*”, um posicionamento crucial a ser enfrentado pelo Banco Central é se vai ou não permitir uma depreciação significativa da moeda doméstica.

Finalmente, acreditamos que a política a ser adotada durante o processo de ajuste, quando se tem de enfrentar a redução da demanda agregada em face de uma pa-

rada súbita (“*sudden stop*”), deve priorizar a estabilidade do investimento em relação ao consumo. Nas crises anteriores, os déficits em transações correntes foram corrigidos, em sua maior parte, por colapsos no investimento, os quais produziram consequências adversas para o crescimento da economia no médio prazo.

A fim de ajudar a adoção de políticas cautelares, uma possível estratégia seria realizar uma série de testes de *stress* quanto às vulnerabilidades financeiras, fiscais e externas que decorram do declínio no preço das *commodities* e de rupturas econômicas, causadas por diversas combinações entre uma potencial forte desaceleração da China e um significativo aperto da liquidez internacional.

Os testes de *stress*, inclusive, podem ser realizados de modo coordenado, dentro de um quadro comum, e com o suporte de instituições globais, em particular, o International Monetary Fund (IMF). Os resultados devem ser divulgados segundo estritos padrões de transparência.

POLÍTICAS DE LONGO PRAZO E A INDÚSTRIA DE SEGUROS DO BRASIL

Muito embora as condições econômicas tenham se tornado mais adversas para o Brasil, não podemos nos esquecer de que as perspectivas de longo prazo são muito boas para que haja crescimento econômico sustentável. Do ponto de vista de atração do nosso mercado para investidores estrangeiros, diversas características são atraentes: dimensão territorial continental, perfil de consumo de demanda reprimida, dinâmica demográfica proporcionando um bônus para as próximas duas décadas (força de trabalho como proporção da população total), melhoria significativa da distribuição de renda, emergência de um grande contingente da “nova classe média” e perspectivas favoráveis para o crescimento do PIB.

Quanto ao fator do lado da oferta macroeconômica, a despeito das mudanças de redução do setor de manufatura como proporção do total do PIB, o país mostra vantagens comparativas numa série de *commodities* minerais e agrícolas, as quais podem se tornar vantagens competitivas via criação de cadeias de produção e aumentos na produtividade total dos fatores.

A indústria de seguros no Brasil já está sendo afetada, no curto prazo, pelos elementos de risco identificados neste artigo. Porém, é importante que a postura da indústria de seguros adote uma visão estratégica que objetive o médio e o longo prazos. Nesse sentido, deve seguir enviando esforços para continuar aumentando o seu grau de penetração no mercado, e para procurar novos nichos de produtos e serviços.

A emergência da China nos últimos anos, mesmo o “dragão” estando

menos esfuizante no momento, é uma ótima oportunidade para desenvolver novos negócios. O próprio “*tapering*”, embora colocando dificuldades no curto prazo, pode ser examinado e avaliado como fonte de mudanças e de criação de oportunidades para nossa indústria de seguros.

Desse modo, já que podem existir, no futuro, “vacas gordas” para o mercado segurador, os desafios no momento são buscar adaptação ao novo ambiente econômico, corrigir erros do passado, evitar novos erros e refletir sobre os desafios contínuos para manter o processo de crescimento econômico. ●

PEDRO CARVALHO DE MELLO

Professor da Escola Superior de Administração e Gestão (ESAGS). Mestre e Ph.D. em Economia pela Universidade de Chicago. pedro@nebel.com.br

